



# Les déterminants de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en France

Ali Dardour

## ► To cite this version:

Ali Dardour. Les déterminants de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en France. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00522506

**HAL Id: halshs-00522506**

**<https://shs.hal.science/halshs-00522506>**

Submitted on 30 Sep 2010

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **Les déterminants de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées en France**

Janvier 2008

Version 1

Correspondance:

**Résumé :** Cet article a pour objet l'étude des déterminants du niveau de la rémunération des dirigeants des sociétés cotées à l'indice SBF 250. Nous nous intéressons particulièrement aux déterminants liés aux caractéristiques du conseil d'administration. D'autres facteurs tels que la structure du capital, la nature de l'actionnariat et la performance de l'entreprise complètent notre étude. Le cadre conceptuel retenu dans ce travail est celui de la théorie de l'agence. Les résultats de l'étude montrent une relation positive entre les caractéristiques du conseil (structure exceptée) et le niveau de la rémunération des dirigeants

**Abstract :** This study aims at analysing factors of executive compensation level in the company listed in SBF 250 index. We focused on the factors linked to characteristics of the board of directors. Other factors such as equity ownership, the nature of the shareholders and corporate performance complete our study. The conceptual framework referred to this work is the agency theory. Our findings show positive relationship between the characteristics of the board (save board structure) and executive compensation.

**Mots clés :** Conseil d'administration, gouvernance d'entreprise, rémunération des dirigeants, performance relative, structure de l'actionnariat.

## INTRODUCTION

Les recherches visant l'étude des déterminants de la rémunération des dirigeants d'entreprises s'inscrivent généralement dans le cadre de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Les principaux déterminants explicatifs de la rémunération des dirigeants évoqués par ces recherches peuvent être classés en trois catégories : liés à l'organisation, liés à la structure du capital social et à la nature de l'actionnariat et liés au contrôle exercé par le conseil d'administration.

La première catégorie regroupe les déterminants organisationnels. Ils sont appréhendés par plusieurs critères comme la performance financière, la performance boursière, la taille, les opportunités de croissance, le secteur d'activités, etc. La littérature sur la rémunération des dirigeants a cherché à étudier ses liens avec la création de la valeur actionnariale. Les résultats montrent une faible corrélation entre la variation de la rémunération et la variation de la richesse des actionnaires (Murphy, 1985 ; Coughlan-Shmidt, 1985 ; Bentson, 1985). Jensen et Zimmermann (1985) affirment que ce résultat « n'est pas surprenant car les forces déterminant la variation optimale de la rémunération des dirigeants sont nombreux et complexes<sup>1</sup> ».

La deuxième catégorie rassemble les déterminants liés à la structure du capital social de l'entreprise. Celle-ci peut influencer le rapport de force entre les dirigeants et les actionnaires. Lorsque le capital est concentré, les actionnaires majoritaires exercent un contrôle direct sur l'action du dirigeant qui leur permet de proposer des rémunérations plus faibles que celles proposées dans les sociétés à capital dispersé. Jensen et Meckling (1976) considèrent que le dirigeant qui ne contrôle pas la majorité des actions de son entreprise a plutôt intérêt à consommer une partie de sa richesse sous formes d'avantages personnels. Les coûts engendrés dans ce cas sont supportés par l'ensemble des actionnaires de l'entreprise, alors que ces avantages ne profitent qu'au dirigeant. Par ailleurs, la participation des investisseurs institutionnels dans le capital social des entreprises françaises les conduit à devenir des acteurs à part entière au sein des systèmes de gouvernance d'entreprise. Ces derniers sont souvent considérés comme plus efficaces dans la recherche d'information nécessaire à leur prise de décisions et peuvent donc exercer un niveau de contrôle non négligeable sur les dirigeants et leurs rémunérations pour optimiser leurs investissements.

La troisième catégorie regroupe les déterminants de la rémunération qui sont liés au contrôle exercé par le conseil d'administration. Plusieurs études empiriques et théoriques convergent pour dire que certaines caractéristiques du conseil d'administration comme la taille, la composition (administrateurs liés vs indépendants), la forme (dualiste, moniste et moniste avec séparation des fonctions du président du conseil et de directeur général) et les liens inter-conseils par le biais du

cumul des mandats des administrateurs (réseaux sociaux) constituent des mécanismes efficaces de contrôle interne des dirigeants (Jensen 1993 ; Fama, 1980). Les recherches empiriques montrent que les caractéristiques du conseil d'administration dépendent en grande partie de la structure de propriété des entreprises. Ainsi, « l'intensité du contrôle exercé par le conseil devrait être inversement proportionnelle au degré de séparation propriété-décision, mais la nature de la séparation propriété-contrôle intervient également » (Charreaux et Pitol-Belin, 1990, p.52).

Ces trois types de déterminants sont complémentaires et agissent simultanément sur la rémunération des dirigeants. La coexistence des variables explicatives issues de ces trois catégories de déterminants dans nos modèles empiriques permet une meilleure analyse des politiques de rémunération des dirigeants.

Cet article est organisé comme suit : la première section de ce papier est une revue de littérature de la théorie de l'agence et ses apports en matière de rémunération des dirigeants. La deuxième section s'intéresse au conseil d'administration comme mécanisme interne de gouvernance d'entreprises. La troisième section présente l'influence de l'actionnariat sur la rémunération. La quatrième section expose l'échantillon et la méthodologie déployée et les résultats. La dernière section conclue le papier.

## **1. THEORIE DE L'AGENCE ET REMUNERATION DES DIRIGEANTS**

Berle et Means (1932) dans leur ouvrage « *The Modern Corporation and Private property* » mettent en évidence la prédominance de la firme managériale comme mode d'organisation majoritaire du capitalisme. Cette firme se caractérise par son actionnariat dispersé et par le fait qu'elle est gérée par des managers professionnels ne détenant pas le contrôle du capital de l'entreprise. Jensen et Meckling (1976), prolongent cette analyse et considèrent que la firme est un nœud de contrats associant la firme et l'ensemble des différents apporteurs de ressources. Ils modélisent la relation d'agence représentant le lien entre les dirigeants et les actionnaires. Dans cette relation, les dirigeants des sociétés par actions sont les mandataires des actionnaires qui leur délèguent la responsabilité de gérer l'entreprise dans leur intérêt. Cette relation est marquée par la possibilité d'apparition de deux principaux phénomènes : la divergence d'intérêts et l'asymétrie d'informations entre les parties. Le premier phénomène pourrait conduire l'agent à se comporter de manière opportuniste en privilégiant la poursuite de ses propres intérêts au détriment des autres parties contractantes. Le second phénomène d'asymétrie d'informations est la conséquence de la délégation de la gestion de l'entreprise. L'information détenue par le dirigeant est plus importante

que celle détenue par les actionnaires. De plus, le dirigeant peut dissimuler certaines informations. Le principal doit proposer un contrat qui incite le dirigeant à engager le maximum d'effort possible, avec un minimum de coût. Néanmoins, les contrats signés sont nécessairement incomplets, parce qu'il n'est pas possible *ex ante* de prévoir l'ensemble des situations qui pourraient se présenter. En effet, selon Arrow (1965), l'asymétrie d'information engendre deux phénomènes. Le premier est appelé « *la sélection adverse* » et se présente au moment de la signature du contrat. Dans cette situation, l'actionnaire ne dispose pas nécessairement de toute l'information utile pour définir de manière précise le contrat. Il peut y avoir de l'information dissimulée. Il s'agit d'une asymétrie d'information *ex ante*. Le second est appelé « *le hasard moral* » et est lié à l'incapacité relative de l'actionnaire d'évaluer avec précision les efforts fournis par le dirigeant. Ainsi, le principal ne peut savoir si l'agent a agi de manière conforme à ses intérêts, soit parce qu'il n'a pas la compétence pour l'observer, soit parce qu'il est coûteux d'observer ses comportements. Nous sommes en présence d'asymétrie d'informations *ex post*.

Ces phénomènes d'agence affectent la valeur de l'entreprise. Ils engendrent trois types de coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976) : les coûts d'obligation, les coûts de surveillance et les coûts résiduels.

Les coûts d'obligation ou d'engagement sont supportés par l'agent pour mettre le principal en confiance. Ces coûts résultent, par exemple, de la réalisation de rapports financiers ou d'audit. Les coûts de surveillance, sont engagés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent. A la différence des deux premiers coûts, les coûts résiduels, non explicites, représentent la perte résiduelle correspondant à la perte d'utilité subie, à la fois par le principal et par l'agent, liée à la persistance de divergence d'intérêts.

Dans cette situation de divergence d'intérêts et d'asymétrie d'information, les actionnaires disposent de deux types d'actions possibles pour limiter les coûts d'agence et accroître la valeur de l'entreprise : d'une part, la mise en place des mécanismes de contrôle (*monitoring*) qui vise à réduire l'asymétrie d'informations et à rendre le comportement opportuniste coûteux pour le dirigeant et d'autre part, le recours à un système incitatif (Jensen et Meckling, 1976; Fama, 1980). La rémunération est le mécanisme essentiel du système incitatif. Ce mécanisme est appréhendé par la tendance à lier la rémunération du dirigeant aux résultats comptables et boursiers de l'entreprise et par sa participation au capital pour aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Pour le contrôle des dirigeants, la théorie de l'agence attribue un rôle central au conseil d'administration (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). Ce mécanisme est généralement appréhendé sous l'angle disciplinaire.

En revanche cette vision strictement disciplinaire du conseil d'administration dans la théorie de l'agence est remise en cause par Charreaux (2000a). Ce dernier suggère que le conseil d'administration peut avoir un rôle cognitif en aidant « le dirigeant à construire sa vision, en la confrontant aux modèles mentaux des administrateurs, ou à détecter, sinon à construire des opportunités de croissance ». Le conseil d'administration représente dans ce cas un vecteur de mobilisation de compétences et un mécanisme permettant de mettre à l'épreuve les schémas cognitifs des dirigeants et de prévenir ou de corriger leurs erreurs.

## **2. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION EN TANT QUE MECANISME INTERNE DE CONTROLE**

### **2.1. Aspects historiques et juridiques**

La notion de conseil d'administration (désormais CA) a vu le jour avec la création de l'ancêtre de la société anonyme (ci-après S.A): la compagnie française des Indes Occidentales et Orientales en 1664. C'est un conseil restreint qui dirige cette compagnie et qui impose ses décisions aux assemblées d'actionnaires en jouissant d'un pouvoir quasi illimité. Le Code de commerce Napoléonien de 1807 a permis la naissance de la société en commandite par actions. Ce statut juridique était le statut privilégié des grandes entreprises françaises jusqu'en 1867. Le Code de 1807 crée parallèlement un statut de S.A, proche de ce que nous connaissons aujourd'hui, avec un conseil d'administration représentant les actionnaires et censé contrôler l'action du dirigeant. Mais il soumettait la création d'une S.A à une procédure lourde et coûteuse. La création d'une S.A était régie par un système d'autorisation gouvernementale préalable à la création de la société. Cette autorisation pouvait être retirée à tout moment. Ce qui explique le faible nombre de créations de sociétés anonymes. En effet, entre 1840 et 1867, 5298 commandites par actions ont été créées contre seulement 485 sociétés anonymes (Batch, 2000). La loi du 24 juillet 1867 supprime l'obligation d'autorisation gouvernementale pour la création de S.A. Cette loi marque le début d'une nouvelle ère pour les SA. La loi de 1867 n'avait pas institué un CA mais elle évoquait l'existence de mandataires « *à temps* » pris parmi les associés<sup>2</sup>. Elle leur fixait comme tâche d'administrer la société. Ce qui explique qu'ils étaient désignés par les statuts des sociétés sous le nom d'administrateurs qui se réunissaient au sein du conseil d'administration. Ainsi, l'existence des administrateurs, du conseil d'administration et de son président n'était pas prévue par la loi de 1867 mais a résulté de la pratique (Conac, 2001).

La notion de CA apparaît dans la législation française dès la loi du 26 avril 1917, qui réglementait les SA à participation ouvrière. A cette période, il restait facultatif, il ne devient obligatoire

qu'avec la loi du 16 novembre 1940 (modifiée par la loi du 4 mars 1943) dont l'article premier dispose : « la société anonyme est administrée par un conseil de trois membres au moins et de douze au plus ». La loi de 4 mars 1943 sus mentionnée a été instaurée par le gouvernement de Vichy. Elle imposait la concentration des fonctions de président du conseil d'administration et d'administrateur délégué<sup>3</sup> entre les mains d'une seule personne qui prenait le titre de Président-Directeur Général (P-DG). Ce titre a été remplacé par la loi du 24 juillet 1966 par celui de président du conseil d'administration mais reste utilisé en pratique. L'effectif maximum du CA a été revu à la hausse. En effet, selon l'article 89 de la loi du 24 juillet 1966 : « la société anonyme est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins, les statuts fixent le nombre maximum des membres du conseil qui ne peut dépasser vingt-quatre ». Cette limitation vise à empêcher la création de conseils comprenant un nombre trop élevé d'administrateurs, ce qui pourrait altérer le bon fonctionnement de l'organe, en retardant ou en rendant plus difficile la prise de décisions.

## **2.2 Rôles et responsabilités du conseil d'administration**

La loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales indique que le conseil d'administration est « investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société (...) ». L'article L 225-35 du Code de Commerce rappelle cette définition : « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre (...). Il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent ». Le premier rapport Viénot (1995) a souligné que « quelles que soient la composition ou les modalités d'organisation du conseil d'administration, ce dernier demeure une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise ». Ce rapport détermine ainsi les quatre missions du conseil d'administration : « il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes ». Nous constatons que ce rapport insiste sur le souci de l'intérêt social de l'entreprise qui peut se résumer dans la prospérité et la continuité de cette dernière, mais aussi sur le principe de collégialité qui signifie que les administrateurs ne peuvent pas agir isolément, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent prendre une décision que s'ils sont réunis en conseil.

## 2.3 Les caractéristiques des conseils d'administration en France

Pour réaliser cette étude, nous nous sommes focalisés sur trois principales caractéristiques des CA. Il s'agit de la forme d'organisation, de la taille et de la composition du CA (membres indépendants vs membres affiliés). Nous ajoutons à ces caractéristiques le cumul des mandats par le principal dirigeant.

### 2. 3.1. Les formes d'organisation du conseil d'administration (FCA)

Le droit français offre la possibilité de choisir entre trois formes pour organiser le pouvoir au sein du conseil. D'abord, la forme classique du conseil d'administration dite « *structure moniste du conseil* ». Ensuite, la forme à directoire et conseil de surveillance empruntée au droit allemand, dite « *structure dualiste du conseil* ». Enfin et depuis la loi sur les nouvelles régulations économiques (loi NRE) du 15 mai 2001, la forme de conseil d'administration avec dissociation des fonctions de président et de directeur général, dite « *structure moniste avec séparation des fonctions* ».

La forme moniste du conseil : le conseil est dit moniste quand la fonction de président du conseil d'administration et la fonction de directeur général sont occupées par une seule personne physique. Dans le cadre de la théorie de l'agence, Jensen (1993) propose de dissocier les fonctions du président du conseil et celles de directeur général pour améliorer le niveau de contrôle et l'efficacité du conseil. On s'attend à ce que la séparation des fonctions ait un impact positif sur le niveau de contrôle du conseil (et donc négatif sur la rémunération).

La forme dualiste du conseil : dans le conseil dualiste, nous distinguons deux organes différents : le directoire qui assure la direction opérationnelle de la société et le conseil de surveillance qui assure le contrôle permanent de la gestion pour le compte des actionnaires. Un membre du conseil de surveillance est nécessairement actionnaire de la société, mais ne peut pas être simultanément membre du directoire.

La forme moniste avec séparation des fonctions : le conseil est dit moniste avec séparation des fonctions quand les fonctions de président du conseil d'administration (*Chairman*) et de directeur général (*CEO*) sont remplies par deux personnes physiques différentes. Au Royaume-Uni, la séparation est devenue la règle depuis sa promotion par le rapport *Cadbury* en 1992. En France, la loi du 24 juillet 1867 autorisait la dissociation des fonctions. La loi du 16 novembre 1940, modifiée par une seconde loi du 4 mars 1943 instaurée par le gouvernement de Vichy a supprimé cette liberté de dissociation en imposant la concentration des fonctions de président du conseil



d'administration et d'administrateur délégué entre les mains d'une seule personne qui prenait le titre de président-directeur général (P-DG). Le premier rapport Viénot de 1995 rejette l'idée de restauration de la séparation des fonctions et trouve que « loin d'être source de confusion, la souplesse du droit français (dans l'organisation des pouvoirs au sein de la société anonyme à conseil d'administration) présente des avantages manifestes ». Le rapport Viénot II (1999) devient cependant favorable à la séparation volontaire: le comité considère que « l'introduction en droit français d'une grande flexibilité dans la forme unitaire à conseil d'administration est particulièrement souhaitable et qu'il y a lieu d'offrir au conseil un choix ouvert entre le cumul ou la dissociation des fonctions du président et de directeur général. ». Cette proposition a été intégrée dans la loi sur les NRE (2001) dans un chapitre intitulé « *équilibre de pouvoirs et fonctionnement des organes dirigeants* ». L'art. L. 225-51-1 nouveau du Code de commerce prévoit que « la direction générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. Dans les conditions définies par les statuts, le conseil d'administration choisit entre les deux modalités d'exercice de la direction générale ».

Les études comparatives des formes d'organisation du pouvoir dans l'entreprise s'orientent en majorité sur l'incidence de la forme du conseil sur la performance organisationnelle. Les études explicatives des liens qui pourraient exister entre la rémunération des dirigeants et la forme du conseil sont peu nombreuses. Nous passons en revue certaines études réalisées, en majorité aux Etats-Unis.

#### *- Forme du conseil et performance*

Dans le contexte américain, Pi et Timme (1993) ont étudié un échantillon composé de banques américaines entre 1987 et 1990. 25% de ces banques ont choisi une structure duale pour leur conseil. Les auteurs montrent que le rendement des actifs (ROA) est élevé et les coûts sont faibles dans les firmes à conseil dual. Ils concluent en affirmant que la forme unitaire du conseil est potentiellement une structure de leadership sous optimale. Baglia et al. (1996) étudient un échantillon de 181 entreprises industrielles américaines entre 1986 et 1991. Ils distinguent trois sous échantillons : un premier composé de 12 entreprises avec un conseil dual (*Chief executive officer* et *Chairman*) tout au long de la période, un second composé de 111 entreprises avec un conseil unitaire (le CEO est également *Chairman*), un dernier groupe composé de 58 entreprises dans lequel la structure de leadership a changé (de la structure unitaire vers la structure duale). Ces auteurs trouvent que les firmes du troisième groupe réalisent de meilleures performances à long

terme que celles qui ont maintenu le cumul des fonctions. Mais les auteurs concluent qu'il est difficile de prouver que la dissociation des fonctions mène à l'amélioration de la performance de la firme. En revanche, dans le contexte français, Godard et Schatt (2000) trouvent que les entreprises ayant opté pour le cumul des fonctions sont plus rentables sur le long terme, confirmant le rôle primordial joué par le *leadership* pour créer de la valeur.

#### *- Forme du conseil et rémunération*

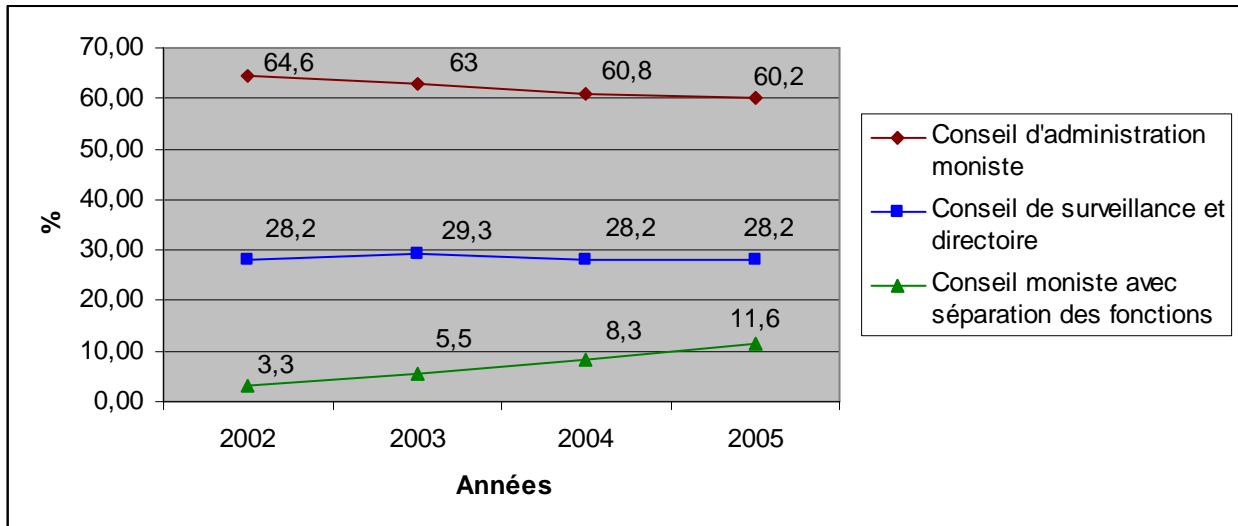
En ce qui concerne la relation entre la forme du conseil et la rémunération des dirigeants, les résultats des études empiriques sont contradictoires. Brickley et al. (1997) ont étudié un échantillon de 661 firmes américaines pendant l'exercice fiscal 1988. Leur échantillon est composé de 535 firmes avec un conseil unitaire (le CEO est également Chairman) (80,94%), 93 firmes avec un conseil dual (CEO et Chairman) et 33 firmes avec un conseil sans président. Ils trouvent que les CEO des sociétés duales sont plus jeunes (Age), nouveaux dans le poste de dirigeant, possèdent moins d'actions et perçoivent des niveaux de rémunération plus bas par comparaison avec les CEO/Chairman des autres firmes. Ils concluent que la structure unitaire présente de réels avantages pour les actionnaires notamment en terme de formation d'un nouveau CEO par l'ancien président (ancien CEO) pendant la période de transition avant sa sortie définitive de la firme. Core et al. (1999) avancent que, dans le cas d'un conseil moniste, le CEO peut se voir attribuer davantage de rémunérations incitatives (bonus, stock-options...). Dans le même sens, Morin (1996) établit une relation positive entre la rémunération totale accordée au dirigeant et la structure unique du conseil d'administration alors que Conyon et Leech (1994) ne trouvent aucune différence significative dans la rémunération du dirigeant qu'il s'agisse d'une forme moniste ou dualiste du conseil. Dans le contexte français, l'étude de Morin (1996) est relativement ancienne et précède la loi NRE (2001). Notre étude permet donc de tester à nouveau la relation entre la rémunération et la forme du conseil.

|   |
|---|
| H1 : La forme moniste du conseil influence positivement la rémunération des dirigeants. |
|---|

#### *✓ Historique de l'évolution des formes du conseil des sociétés de l'échantillon*

Pendant la période de l'étude, 82% des sociétés de l'échantillon ont conservé une forme identique de leur conseil entre 2002 et 2005. En 2005, la structure moniste (P-DG) concerne près des deux tiers de l'ensemble de ces sociétés (60,2%) contre 11,6 % pour les sociétés monistes avec séparation des fonctions et moins d'un tiers pour les sociétés dualistes (28,2%). 28 sociétés ont

changé la forme de leur conseil et 9 entreprises n'ont pas un historique sur quatre ans soit parce qu'elles sont formées par des opérations de fusion-absorption avec d'autres sociétés comme Safran (fusion de Sagem et Snecma en 2005), soit ce sont des sociétés nouvellement cotées comme Nexity et Entrepouse Contracting.



Graphique 1 : Evolution de la forme des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005

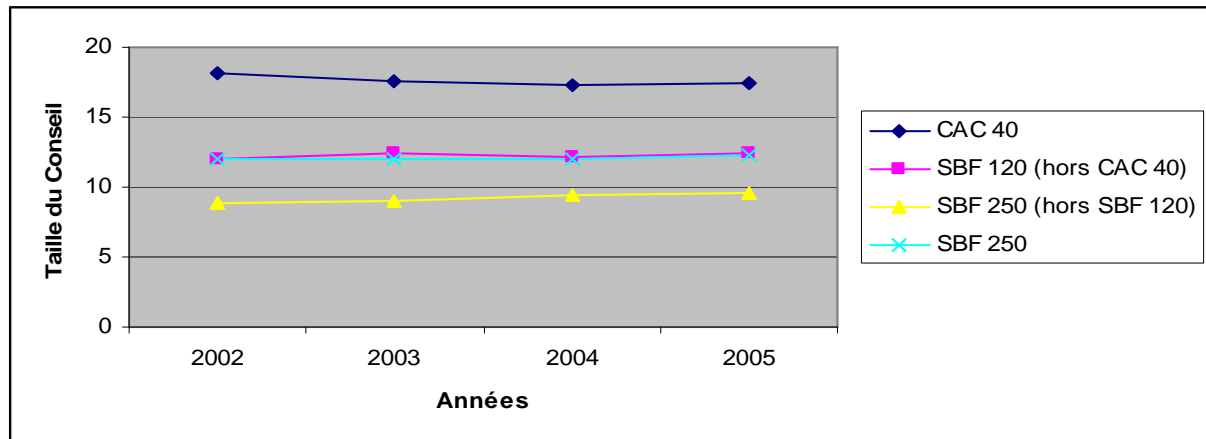
L'observation des formes de conseil de l'échantillon entre 2002 et 2005 montre que la structure moniste avec séparation des fonctions connaît une forte croissance depuis sa mise en place par la loi NRE 2001 (de 3,3% en 2002 à 11,6% en 2005). Cette évolution s'est effectuée au détriment de la forme moniste. La forme dualiste est restée stable sur la période. Ce phénomène s'accroît en 2006 : huit sociétés ont adopté cette forme à la place de la forme moniste (Atos Origin, Bic, BNP Paribas, Boiron, Cap Gemini, Lafarge, Natexis Banque Populaire et Vinci).

### 2.3.2. La taille du conseil (TCA)

Jensen (1993) soutient l'idée que le conseil d'administration composé d'un nombre élevé d'administrateurs, plus de sept ou huit membres, ne fonctionne pas efficacement et favorise la domination des dirigeants. Dans le même sens, Mak et Li (2001) suggèrent qu'un conseil de petite taille dominé par des administrateurs externes permet d'améliorer l'efficacité du contrôle des dirigeants. En revanche, dans les théories centrées sur les compétences des administrateurs, les CA de grande taille sont préférables. En ce qui concerne l'incidence de la taille du CA sur la rémunération des dirigeants, Yermack (1997) trouve que la rémunération des dirigeants est élevée dans les entreprises dotées d'un conseil composé d'un nombre réduit d'administrateurs. Dans cette

étude, la taille du conseil est mesurée par le nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil d'administration ou dans le conseil de surveillance et directoire pour les sociétés dualistes.

**H2 : La rémunération des dirigeants est associée positivement à la taille du conseil d'administration.**



Graphique 2 : Evolution de la taille des conseils des sociétés de l'échantillon entre 2002 et 2005

Tableau 2. Taille des conseils d'administration des sociétés du SBF 250 au 31/12/2005

|                          |    | CAC 40 | SBF 120<br>(hors CAC 40) | SBF 250<br>(hors SBF 120) | SBF 250 |
|--------------------------|----|--------|--------------------------|---------------------------|---------|
| Effectif sociétés        |    | 40     | 80                       | 130                       | 250     |
| Effectif administrateurs |    | 725    | 995                      | 1170                      | 2890    |
| Moyenne                  |    | 18,13  | 12,44                    | 9                         | 11,56   |
| Médiane                  |    | 18     | 12                       | 9                         | 11      |
| Ecart-type               |    | 3,56   | 4,8                      | 3,75                      | 5,12    |
| Minimum                  |    | 11     | 4                        | 3                         | 3       |
| Maximum                  |    | 24     | 24                       | 18                        | 24      |
| Centiles                 | 25 | 16,00  | 10,00                    | 6,00                      | 8,00    |
|                          | 50 | 18,00  | 12,00                    | 9,00                      | 11,00   |
|                          | 75 | 20,00  | 15,00                    | 11,00                     | 15      |

Les résultats présentés dans le tableau 2 et le graphique 2 nous indiquent que la taille moyenne des conseils des sociétés du SBF 250 est relativement stable sur la période de l'étude. Toutefois, nous constatons que la taille du conseil augmente avec la taille de l'entreprise. Les conseils des sociétés

du CAC 40 se composent en moyenne de 18 administrateurs contre 12 administrateurs pour les sociétés du SBF 120 (hors CAC 40) et 9 administrateurs pour les sociétés du SBF 250 (hors SBF 120).

### 2.3.3. Composition du conseil d'administration (**PAI**)

La théorie de l'agence préconise la présence d'une proportion élevée d'administrateurs externes au conseil (Fama, 1980) pour mieux contrôler les dirigeants. Li (1994, p. 358) affirme que : « les administrateurs internes fournissent des renseignements essentiels sur les activités de la société, alors que les administrateurs externes peuvent contribuer à la fois en termes d'expertise et d'objectivité quand il s'agit d'évaluer les décisions du manager<sup>4</sup> ». Leur intérêt personnel se résume à valoriser leur capital humain, fortement lié à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des dirigeants. La terminologie d'administrateur externe (*Non executive directors*) est utilisée par les anglo-saxons pour désigner les administrateurs indépendants. Aux Etats-Unis, la définition est limitée à l'indépendance par rapport à l'équipe dirigeante. Ainsi un administrateur indépendant est simplement un administrateur qui n'a pas de responsabilités opérationnelles dans l'entreprise.

En France, la notion d'administrateur indépendant est apparue pour la première fois dans le premier rapport Viénot publié en juillet 1995. Ce rapport définit l'administrateur indépendant comme une personne n'ayant « aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputé participer en toute objectivité aux travaux du conseil ». Cette définition a été reprise par le rapport Bouton (2002) qui précise que « dans un esprit de simplification, la définition de l'administrateur indépendant s'énonce de la manière suivante : « un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». Cette définition est plus restrictive que la définition anglo-saxonne du fait qu'elle ne permet pas de qualifier systématiquement comme indépendants tous les administrateurs externes qui siègent dans le conseil. Les sociétés françaises se réfèrent souvent aux critères du rapport Bouton (2002) pour se prononcer sur l'indépendance de leurs administrateurs. Ces critères sont faciles à établir quand ils ont un caractère formel et objectif. D'autres critères sont subjectifs, et donc difficiles à appréhender comme le comportement de l'administrateur. Toutefois, les critères retenus sont parfois insuffisants pour garantir une véritable indépendance de l'administrateur. Dans ce travail sont réputés indépendants les administrateurs désignés comme tels dans les rapports annuels des sociétés.

En France, juridiquement, il n'y a pas obligation de faire figurer des administrateurs indépendants dans le CA. Le rapport Viénot I (1995) a souhaité « que chaque conseil d'une société cotée comporte au moins deux administrateurs indépendants, étant entendu qu'il appartient à chaque conseil de rechercher l'équilibre optimal de sa composition ». Le second rapport Viénot est plus ambitieux que le premier quand il propose que cette proportion soit d'au moins un tiers dans le conseil d'administration, un tiers dans le comité d'audit, un tiers dans le comité de nomination et la moitié dans le comité des rémunérations. Le rapport Bouton (2002, p.9) indique que l'objectif devrait être fixé à la moitié dans le cas des « *sociétés dispersées et dépourvues d'actionnaires de contrôle* ». La qualification d'indépendant ne vise que la situation objective de l'administrateur qui est réputé ne pas avoir de conflit d'intérêts potentiel avec la société (Rapport Bouton, 2002). Le rapport Viénot I (1995), précise que « la participation d'administrateurs indépendants répond à une attente de marché et qu'elle est de nature à améliorer la qualité des délibérations ».

Les recherches ont utilisé la proportion des administrateurs indépendants comme une mesure de la force du contrôle du conseil sur la rémunération des hauts dirigeants. Les résultats de leurs études sont mitigés. Conyon et Peck (1998), Crystal (1991), Lambert et *al.* (1993), Boyd (1994) ou encore Hallock (1997) trouvent que la rémunération des dirigeants est positivement corrélée au pourcentage d'administrateurs externes. Mishra et Nielsen (2000) soulignent l'existence d'une relation positive entre les administrateurs externes indépendants et la sensibilité de la rémunération à la performance. Boyd (1994) quant à lui trouve que le pourcentage d'administrateurs internes exerce une influence négative sur la rémunération des dirigeants.

Alors que Hermalin et Weisbach (1991) concluent à la neutralité de la composition du conseil d'administration sur le niveau des rémunérations. A notre connaissance, il n'existe pas d'étude empirique française qui ait testé la relation entre la rémunération des hauts dirigeants et l'indépendance du conseil. Nous formulons l'hypothèse suivante :

**H 3 : La rémunération du dirigeant est positivement associée à la proportion des administrateurs indépendants siégeant dans le conseil d'administration.**

Dans ce travail, la répartition entre administrateurs « *liés* » et administrateurs indépendants (PAI) est mesurée par le ratio nombre d'administrateurs indépendants (AI) sur le nombre total d'administrateurs composant le conseil d'administration ou de surveillance, soit  $PAI = AI / TCA$ .

En 2005, le pourcentage moyen des administrateurs indépendants siégeant dans les conseils des sociétés du CAC 40 dépasse le seuil du tiers recommandé par le rapport Bouton contre le quart (24%) pour les sociétés du SBF 120 hors CAC 40. Au contraire, cette proportion est largement

inférieure dans les sociétés du SBF 250 hors SBF 120 puisqu'elle est de l'ordre de 15 % des administrateurs des conseils. Pour notre échantillon total, la proportion moyenne des administrateurs indépendants en 2005 est de l'ordre de 22%. Ce résultat demeure inférieur au seuil d'un tiers d'administrateurs indépendants préconisé par le rapport Bouton (2002).

#### 2.3.4 Le cumul des mandats (CMA)

Depuis la mise en place de la loi NRE (2001), le portefeuille de mandats des administrateurs est limité à cinq mandats, contre huit auparavant. Dans notre étude, le cumul des mandats est mesuré par le nombre de mandats détenus par le dirigeant au sein des sociétés de l'indice SBF 250. Ainsi un administrateur est dit multi-mandats si ce dernier siège dans au moins deux conseils. Core et al. (1999) et Hallock (1997) trouvent que la rémunération des CEO augmente quand le conseil contient plus d'administrateurs multi-mandatés (*interlocked directors*).

**H4 : La rémunération d'un dirigeant est positivement associée au nombre de mandats dont il dispose.**

### 3. LA STRUCTURE DU CAPITAL ET LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS

#### 3.1. Structure et nature de l'actionnariat

Le capital social d'une entreprise est dispersé lorsque aucun actionnaire ne détient une part significative du capital social. Dans cette situation, le dirigeant peut adopter un comportement opportuniste en privilégiant la poursuite de ses intérêts personnels du fait de l'absence d'une surveillance directe par les actionnaires. Ces derniers, représentés par le conseil d'administration, peuvent proposer des contrats incitatifs au dirigeant pour réduire les conflits d'agence et améliorer la valeur de l'entreprise.

En revanche, lorsque le capital social est concentré, (un actionnaire détient une part significative du capital social) l'intensité des conflits entre dirigeants et actionnaires est en principe plus faible que celle qui peut exister dans les sociétés à actionnariat diffus. La confusion entre fonctions de gestion et celles de contrôle permet de faire converger les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et ceci avec un moindre recours aux rémunérations incitatives. Les travaux empiriques comparatifs mettent en évidence la coexistence de ces deux structures du capital dans les principaux pays industrialisés. Mais, l'actionnariat concentré est prépondérant en Europe continentale (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 1999 ; Roe, 2000 ; Faccio et Lang 2002).

Nous avons retenu le seuil de 20% de détention du capital social qui correspond à la notion d'influence notable pour signifier que l'actionnariat est contrôlé (norme IAS n°28). Ainsi, nous obtenons une variable dichotomique désignant la structure du capital en fonction du critère dispersion/concentration. Cette variable prend la valeur 1 lorsque le capital est contrôlé au seuil de 20% et 0 dans le cas inverse. Nous nous attendons à une relation négative entre la concentration du capital et le niveau de rémunération des dirigeants.

|   |
|---|
| <b>H5 : L'actionnariat concentré influence négativement la rémunération des dirigeants.</b> |
|---|

En ce qui concerne la nature de l'actionnariat, nous construisons trois variables dichotomiques selon le critère d'appartenance ou non aux catégories suivantes: capital contrôlé par une famille ou par un entrepreneur, capital contrôlé par une autre société et capital contrôlé par l'Etat français). La distinction entre ces catégories de contrôle est susceptible d'améliorer notre compréhension des différences de l'influence que peuvent avoir ces actionnaires sur la rémunération des dirigeants.

### 3.1. Les investisseurs institutionnels (II)

Les investisseurs institutionnels (II) regroupent les compagnies d'assurances, les fonds d'investissement à capital variable (les fonds communs de placement), les fonds d'investissement à capital fixe, les fonds de pension et les fonds spéculatifs. Dans les études empiriques, l'influence des II est mesurée par la concentration de leur propriété en capital. Hartzell et Starks (2003) établissent un modèle dont la propriété institutionnelle est mesurée par la fraction du capital détenue par les cinq premiers II. Ils concluent que ces derniers influencent positivement la rémunération pour la performance. C'est-à-dire que la sensibilité de la rémunération par rapport à la performance réalisée augmente. Ce résultat corrobore celui de Hall et Liebmann (1998) qui ajoutent que cette sensibilité résulte de la possession des actions et des options par les dirigeants. Toutefois, Hartzell et Starks (2003) trouvent une relation négative entre le niveau de la rémunération et la propriété institutionnelle.

La question qui se pose est celle de déterminer la mesure appropriée de l'influence des II. Faut-il retenir le critère de concentration de la propriété par un groupe d'II ? Ou de déterminer s'il existe un ou plusieurs II de référence ? En effet le niveau de la propriété institutionnelle, qui diffère d'une entreprise à l'autre, semble influencer l'efficacité du contrôle des rémunérations des dirigeants. Gallagher, Smith et Swan (2005), établissent un modèle différent de celui de Hartzell et Starks (2003), en introduisant trois modifications dans leur méthodologie : ils retiennent le niveau



de propriété des II de référence dans la structure du capital, la probabilité que ces derniers soient des investisseurs à long terme pour mesurer l'efficacité du contrôle et deux critères de mesure de la performance (rendement des actifs et Q de Tobin). Ils concluent que la propriété institutionnelle a un effet non significatif sur la rémunération des dirigeants.

Dans ce travail, nous avons retenu les pourcentages du capital social détenus par les II<sup>5</sup> pour étudier leur influence sur le niveau de la rémunération des dirigeants. Dans un premier temps, nous considérons les investisseurs institutionnels comme un groupe homogène. Dans un second temps, nous décomposons les pourcentages de capital des II en deux groupes :

- Les pourcentages détenus par les II français,
- Les pourcentages détenus par les II étrangers.

Cette distinction nous permet de déterminer s'il existe une différence entre ces deux catégories d'institutionnels en matière d'influence sur la rémunération des dirigeants. Nous suivons les résultats de l'étude de Hartzell et Starks (2003) pour formuler notre hypothèse :

**H6 : Le niveau de rémunération des dirigeants n'est pas influencé par le pourcentage du capital social détenu par les investisseurs institutionnels.**

#### **4. METHODOLOGIE ET RESULTATS**

##### **4.1. Procédure du choix de l'échantillon**

Notre échantillon initial est composé de l'ensemble des dirigeants des sociétés cotées à l'indice SBF 250. Nous avons retenu le dirigeant n°1 pour chacune des sociétés (Président directeur général, Président du Directoire et Directeur Général). Sur cet échantillon de départ, nous avons été amené à supprimer certains individus :

- Les sociétés qui ne publient pas la rémunération individuelle et nominative du premier dirigeant<sup>6</sup>,
- Les sociétés en commandites par actions puisque les gérants sont rémunérés statutairement sur les bénéfices (Bonduelle, Lagardère, Elior, Etam Développement, Groupe Stéria, Hermès international et Rubis),
- Les observations aberrantes identifiées en fonction du niveau de la rémunération hors stock-options perçue par le dirigeant par rapport à la rémunération des autres dirigeants des sociétés cotées dans le même indice. Les individus dont la rémunération est très faible ou très élevée par rapport à la moyenne sont supprimés.

Compte tenu des analyses à effectuer, les informations sur la rémunération des dirigeants devaient être disponibles sur au moins une année. Ce choix est préférable à celui qui consisterait à exiger

des informations complètes sur toute la période d'étude car il permet de maximiser la taille de l'échantillon. Sur la période 2002-2005, nous avons pu collecter 672 observations-années. Nous avons supprimé les observations aberrantes et les observations concernant les Gérants. Ainsi, notre échantillon final est composé de 181 entreprises et 602 observations- années sur la période de l'étude. Bien que la loi NRE (2001) a rendu la publication des rémunérations individuelles et nominatives des mandataires sociaux obligatoire à partir de l'exercice fiscal 2001, nous n'avons pas pu retenir l'année 2001 du fait du faible nombre d'observations disponibles. De plus, certaines sociétés publient une information partielle et non détaillée (absence de prix d'exercice des options attribuées, absence de répartition des composantes de la rémunération annuelle, etc.).

Les données sur les éléments constituant la rémunération ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels des sociétés de l'échantillon. Les stock-options attribuées aux dirigeants ont été évaluées par le modèle Black et Scholes (1973) à la date du 30 juin 2006. La valeur potentielle des stock-options attribuées au cours de l'exercice fiscal est ajoutée à la rémunération annuelle au comptant versée au dirigeant au titre de ce même exercice.

Tableau 4 : Sélection de l'échantillon

|  | <i>N</i>   |
|--|------------|
| Sociétés Cotées au SBF 250                     | 250        |
| Sociétés exclues (données manquantes)          | - 46       |
| Echantillon initial                            | 204        |
| Observations exclues (aberrantes, les Gérants) | 23         |
| Echantillon retenu                             | 181        |
| Observations-années valides (2002-2005)        | <b>602</b> |

## 4.2. Définition des variables

### 4.2.1. Variables dépendantes

Dans un premier modèle, la variable dépendante représente le logarithme<sup>7</sup> de la rémunération annuelle au comptant (rémunération fixe y compris jetons de présence et avantages en nature + bonus annuel) accordée au dirigeant *i* au titre de l'exercice *t*. Le symbole retenu pour désigner la variable dépendante dans ce modèle est log RAHSO (logarithme rémunération annuelle hors stock-options). Dans un second modèle, la variable dépendante représente le logarithme de la rémunération annuelle au comptant (RAHSO) plus la valeur potentielle des stock-options

attribuées au dirigeant  $i$  pendant l'exercice fiscal  $t$ . Le symbole retenu pour désigner la valeur dépendante dans ce modèle est  $\log RAASO$  (rémunération annuelle avec stock-options). Les autres composantes du « package » de rémunération sont exclues de ce travail (actions gratuites depuis 2005, indemnités de départ, retraite complémentaire et complémentaire santé).

#### 4.2.2 Variables exogènes

Nous considérons quatre variables de gouvernance à savoir la taille du CA, la forme du CA, la proportion des administrateurs indépendants dans le CA ou dans le conseil de surveillance et le cumul des mandats par le principal dirigeant.

En ce qui concerne la performance, nous avons retenu deux mesures : la première mesure est financière et concerne le rendement des actifs qui est mesuré en rapportant le résultat opérationnel au total des actifs du bilan. Ce ratio, appelé en anglais ROA « *Return On Assets* », est utile pour comparer la rentabilité des actifs des entreprises d'une même secteur d'activités. Mais il permet également de mesurer la rentabilité d'une entreprise sur une base absolue. Les sociétés à fort ROA peuvent se développer plus rapidement que les sociétés à faible ROA sans emprunter ou vendre des parts additionnelles pour réunir le capital. Nous anticipons une relation positive entre le niveau de la rémunération et la performance financière relative de l'entreprise. La seconde mesure est boursière et concerne le ratio de Marris qui s'évalue en rapportant la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres. Ce ratio, « *Market-to-book value* » (MV/BV). Ce ratio représente un indice relatif de création de valeur. Un ratio faisant apparaître une création de valeur (valeur supérieure à 1) laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le coût moyen pondéré du capital.

Par ailleurs, nous nous intéressons au facteur risque du secteur d'activités de l'entreprise. Core et al. (1999) trouve une relation négative et significative entre la rémunération du dirigeant et le risque de la firme. Alors que Fleming et Stellios (1992) arguent qu'il existe une relation positive car une entreprise à haut risque a besoin d'un dirigeant plus talentueux et donc sa rémunération est plus élevée. A l'instar de Core et al (1999), nous mesurons le risque par l'écart-type de la performance financière (ROA) des trois exercices précédents l'exercice  $t$ .

| Variables exogènes                 | Symboles | Définitions  |
|------------------------------------|----------|--|
| <b>Gouvernance d'entreprise</b>    |          |  |
| <u>Caractéristiques du conseil</u> |          |  |
| Taille du conseil                  | TCA      | Nombre des administrateurs siégeant dans le conseil  |
| Indépendance du conseil            | PAI      | % des administrateurs indépendants dans le conseil (AI /TCA)   |
| Forme du conseil                   | FCA      | Egale à 1 si le conseil est moniste et 0 sinon<br>Egale à 1 si le conseil est dualiste et 0 sinon<br>Egale à 1 si le conseil est moniste avec séparation et 0 sinon  |
| Cumul des mandats                  | CMA      | Nombre de mandats détenus par le dirigeant dans les sociétés cotées au SBF 250 au 31/12.   |
| <u>Structure du capital social</u> |          |  |
| Investisseurs institutionnels      | PIIFE    | Pourcentage du capital détenu par les II Français et Etrangers   |
| II Français                        | PIIF     | Pourcentage du capital détenu par les II Français  |
| II Etrangers                       | PIIE     | Pourcentage du capital détenu par les II Etrangers   |
| Concentration/Dispersion           | CDK      | Variable binaire codée 1 si le capital est dispersé (le premier actionnaire détient moins de 20% du capital) et 0 si le capital est concentré (quand le premier actionnaire : une famille, un entrepreneur, l'Etat ou une autre société détient plus de 20% du capital social) |
| <b>Performance relative</b>        |          |  |
|                                    | PERF     | ROA = Résultat opérationnel /Total des actifs consolidé du groupe<br>PERF = (ROA de la société) / (la médiane du ROA sectoriel).   |
|                                    | MVBV     | Ratio capitalisation boursière/valeur comptable des capitaux propres   |
| <b>Variables de contrôle</b>       |          |  |
| Taille de la firme                 | TAILLE   | Logarithme de la capitalisation boursière moyenne<br>4 groupes de taille selon les quartiles.  |
| Age du dirigeant                   | AGE      | Age du dirigeant en nombre d'années à la fin de l'exercice t   |
| Secteur d'activités                | SECT     | Industries, services, nouvelles technologies, sociétés financière et biens de consommation-distribution.   |
| Risque de l'entreprise             | Risc     | Ecart type du ROA de l'entreprise sur la période t-3 à t-1   |

#### 4.3. Modèles empiriques

$$\text{Log RAHSO}_{it} = \beta_0 t + \sum_{g=1}^n \beta_g \text{Gouv}_{git} + \sum_{p=1}^n \beta_p \text{Perf}_{pit} + \sum_{c=1}^4 \beta_c \text{Cont}_{cit} + \mu_{it}$$

Avec :

Log RAHSO<sub>it</sub> : Logarithme de la rémunération annuelle hors stock-options versée au dirigeant i au titre de l'exercice fiscal t.

β<sub>0</sub> : la constante de la régression de l'année t

Gouv<sub>git</sub>: regroupe les variables (g) de gouvernance d'entreprise avec g<sub>1</sub>= taille du conseil...g<sub>n</sub> = nombre de mandats détenus par le dirigeant i à la fin de l'exercice fiscal t.

Perf<sub>pit</sub>: regroupe les mesures (p) de la performance pour la société i au titre de l'exercice fiscal t.

Cont<sub>cit</sub>: Regroupe les variables de contrôle et μ<sub>it</sub>: Résidu du modèle

$$\text{Modèle 2 : Log RAASO}_{it} = \beta_0 t + \sum_{g=1}^n \beta_g \text{Gouv}_{git} + \sum_{p=1}^n \beta_p \text{Perf}_{pit} + \sum_{c=1}^4 \beta_c \text{Cont}_{cit} + \mu_{it}$$

Avec :  $\text{Log RAASO}_{it}$  est le logarithme de la rémunération annuelle avec la valeur potentielle des stock-options attribuées au dirigeant  $i$  pendant l'exercice fiscal  $t$ .

Tableau 5. Statistiques descriptives

| Variables   | N   | Moyenne      | Médiane | Ecart-type |
|---|-----|--------------|---------|------------|
| <b>Caractéristiques du conseil <sup>(1)</sup></b>         |     |              |         |            |
| <u>Age dirigeant au 31/12/2005</u>                        |     |              |         |            |
| CAC 40  | 33  | 58,45        | 58      | 6,07       |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 63  | 54,94        | 55      | 7,81       |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 67  | 53,27        | 54      | 8,26       |
| SBF 250   | 164 | 55,02        | 55      | 7,89       |
| <u>Cumul des mandats par le 1<sup>er</sup> dirigeant</u>  |     |              |         |            |
| CAC 40  | 33  | 2,85         | 3       | 1,5        |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 67  | 1,57         | 1       | 0,9        |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 80  | 1,16         | 1       | 0,43       |
| SBF 250   | 181 | 1,62         | 1       | 1,07       |
| <b>Rémunération annuelle en euros</b>                     |     |              |         |            |
| <u>Rémunération hors stock-options (RAHSO)</u>            |     |              |         |            |
| CAC 40  | 31  | 1936075      | 2004464 | 713329     |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 58  | 972837       | 802894  | 720945     |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 68  | 383267       | 309065  | 307558     |
| <u>Rémunération avec stock-options (RAASO)</u>            |     |              |         |            |
| CAC 40  | 32  | 3205301      | 2313090 | 2174521    |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 58  | 1346814      | 977611  | 1241698    |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 68  | 418784       | 312222  | 343912     |
| SBF 250   | 158 | 1305671      | 635095  | 1604233    |
| <u>Nombre des options attribuées</u>                      |     |              |         |            |
| CAC 40  | 21  | 175792       | 120000  | 169822     |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 18  | 82222        | 53750   | 100069     |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 16  | 85209        | 17500   | 136289     |
| <b>Répartition de la structure du capital</b>             |     |              |         |            |
| <u>% capital du 1<sup>er</sup> actionnaire</u>            |     |              |         |            |
| CAC 40  | 33  | 18,44        | 11,67   | 17,57      |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 66  | 34,33        | 29      | 22,45      |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 80  | 43,87        | 45,67   | 22,31      |
| SBF 250   | 180 | 35,56        | 31,62   | 23,36      |
| <u>% capital du 2<sup>nd</sup> actionnaire</u>            |     |              |         |            |
| CAC 40  | 31  | 7,11         | 4,44    | 6,59       |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 65  | 8,56         | 6,61    | 7,40       |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 77  | 9,72         | 9       | 6,33       |
| SBF 250   | 174 | 8,85         | 7,24    | 6,82       |
| <u>% capital du 3<sup>ème</sup> actionnaire</u>           |     |              |         |            |
| CAC 40  | 29  | 2,69         | 2,33    | 2,20       |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 58  | 4,61         | 4,43    | 3,6        |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 69  | 5,39         | 5,05    | 4,29       |
| SBF 250   | 157 | 4,63         | 4,65    | 3,84       |
| <u>% capital des investisseurs institutionnels connus</u> |     |              |         |            |
| CAC 40  | 24  | <b>29,02</b> | 13,06   | 29,28      |
| Dont étrangers  | 20  | 16,95        | 9,65    | 17,16      |
| SBF 120 (hors CAC 40)                                     | 51  | <b>22,36</b> | 14,48   | 21,21      |
| Dont étrangers  | 43  | 14,44        | 12,08   | 12,07      |
| SBF 250 (hors SBF 120)                                    | 60  | <b>20,61</b> | 15,16   | 17,67      |
| Dont étrangers  | 37  | 13,57        | 7,20    | 14,18      |
| SBF 250   | 136 | 22,75        | 14,67   | 21,41      |
| Dont étrangers  | 100 | 14,62        | 10,25   | 13,89      |

\* Ce tableau présente la moyenne, la médiane et l'écart type des principales variables du modèle. Le cumul des mandats représente l'ensemble des mandats détenus par le dirigeant au sein des sociétés cotées à l'indice SBF 250 au 31/12. La taille de l'entreprise est appréciée par le logarithme de la moyenne des capitalisations mensuelles de l'exercice fiscal. La rémunération au comptant (RAHSO), représente le salaire fixe, le bonus annuel, les avantages en nature et les jetons de présence. La rémunération annuelle avec la valeur potentielle des stock-options (RAASO) évaluée par la méthode Black et Scholes (1973) à la date du 30 juin 2006. (1) Les statistiques descriptives de la taille du conseil et la présence des administrateurs indépendants sont détaillées dans les paragraphes 2.3.2 et 2.3.3 respectivement.

Tableau 6 : Statistiques descriptives des principaux éléments comptables et de la capitalisation boursière (en milliers d'euros) des sociétés de l'échantillon en 2005.

| Variable                      | Moyenne | Ecart type | Centiles |        |         |
|-------------------------------|---------|------------|----------|--------|---------|
|                               |         |            | 25       | 50     | 75      |
| Chiffre d'affaires            | 5914680 | 12139550   | 361577   | 870000 | 5410541 |
| Résultat opérationnel         | 641859  | 1616713    | 27372    | 83263  | 399034  |
| Résultat net (part du groupe) | 442442  | 1093239    | 13409    | 44100  | 286000  |
| Capitalisation boursière      | 4480920 | 9995214    | 540290   | 948500 | 4515890 |

Le résultat net moyen des entreprises de l'échantillon représente près de 7,5% du chiffre d'affaires. Toutefois, l'écart-type et les statistiques par centiles montrent une forte disparité entre les entreprises. Par exemple, le premier quartile des entreprises dégage un résultat net inférieur à 13409 K€, soit 3,03% du résultat net moyen de l'ensemble des entreprises contre 286000 K€ au moins pour le dernier quartile ( $\geq 64\%$  du résultat net moyen).

En 2005, la rémunération annuelle au comptant d'un dirigeant de l'échantillon s'élève en moyenne à 904078€, soit environ 0,015% du chiffre d'affaires moyen et 0,20% du résultat net moyen. Lorsque nous prenons en considération la valeur potentielle des stock-options attribuées aux dirigeants au cours de l'exercice fiscal, la rémunération moyenne s'élève à 1305671€, soit 0,022% du chiffre d'affaires et environ 0,30% du résultat net. Autrement dit, chaque dirigeant reçoit une rémunération de 22 centimes d'euros (30 centimes d'euros) sur chaque 1000 € de chiffre d'affaires (résultat net) réalisé. Ces proportions sont plus importantes dans les petites capitalisations. En effet, pour les sociétés du CAC 40, la rémunération au comptant (avec stock options) représente 0,0085% du chiffre d'affaires moyen et 0,099% du résultat net moyen (0,0142% et 0,165%) contre 0,028% et 0,51% (0,039% et 0,707%) respectivement pour les dirigeants des sociétés du SBF 120 hors CAC 40 et 0,056% et 1,1% (0,061% et 1,21%). respectivement pour les dirigeants des sociétés du SBF 250 hors SBF 120.

Pour mieux contrôler l'effet taille de l'entreprise sur le niveau de la rémunération, les valeurs de l'échantillon ont été classées en quatre groupes de taille à partir des quartiles empiriques de la capitalisation boursière moyenne. Le premier groupe représente les entreprises de petite taille, les groupes 2 les entreprises de taille moyenne, le groupe 3 les entreprises de grande taille et le groupe 4 les entreprises de très grande taille.

Tableau 7 : Distribution des entreprises selon les indices de cotation et les groupes de taille en 2005

|             | CAC 40 | SBF 120 | SBF 250 | Total |
|-------------|--------|---------|---------|-------|
| Petite      | 2      | 5       | 36      | 43    |
| Moyenne     | 2      | 16      | 26      | 44    |
| Grande      | 2      | 33      | 8       | 43    |
| Très grande | 27     | 12      | 5       | 44    |
| Total       | 33     | 66      | 75      | 174   |

Le test unilatéral de moyenne de la variable RAHSO entre les groupes de taille montre quatre résultats significatifs. Le groupe des sociétés « très grande » a une moyenne significativement supérieure à celle du groupe « petite » et « moyenne ». Pour les couples « Petite – moyenne » et « Grande – très grande », les différences de moyennes ne sont pas significatives.

Tableau 8 : Résultats des tests post hoc des comparaisons multiples (statistiques Bonferroni) de la variable RAHSO selon les groupes de taille en 2005.

|             | Petite | Moyenne | Grande | Très grande |
|-------------|--------|---------|--------|-------------|
| petite      | -      | -0,31   | -0,85* | -1,27*      |
| moyenne     | -      | -       | -0,54* | -0,97*      |
| Grande      | -      | -       | -      | -0,42       |
| Très grande | -      | -       | -      | -           |

\* La différence moyenne est significative au seuil 1%.

Nous nous intéressons également à l'effet du secteur d'activités sur le niveau de la rémunération annuelle hors stock-options. En 2005, la moyenne de la variable RAHSO est plus élevée pour les secteurs d'activités : les sociétés financières, les industries et les services. La moyenne est la plus faible dans le secteur « biens de consommation-distribution ». Toutefois, nous constatons une plus grande variance de la variable RAHSO dans le secteur des « nouvelles technologies » et celui des « services financiers ». Les tests *post hoc* des comparaisons multiples de la variable RAHSO entre les secteurs d'activités ne montrent aucun résultat significatif. Pour tous les couples de secteurs, les différences de moyennes ne sont pas significatives.

Le tableau 9 : Distribution conjointe des entreprises selon la taille et le secteur d'activités en 2005

|                        | Petite | Moyenne | Grande | Très grande | Total |
|------------------------|--------|---------|--------|-------------|-------|
| Industries             | 12     | 19      | 20     | 11          | 62    |
| Services               | 6      | 4       | 7      | 11          | 28    |
| Nouvelles technologies | 11     | 9       | 4      | 8           | 32    |
| Biens de consommation  | 10     | 9       | 6      | 4           | 29    |
| Sociétés financières   | 4      | 3       | 6      | 10          | 23    |
|                        | 43     | 44      | 43     | 44          | 174   |

#### 4.3.2. Résultats

Pour tester les différentes hypothèses dans cette étude, nous régressons année par année la variable dépendante du modèle (1) et (2) sur l'ensemble des variables exogènes.

Le premier modèle présente des coefficients de détermination ajustés ( $R^2$  Ajustés) allant de 43,8% à 54,3%. Le second modèle affiche des  $R^2$  ajustés allant de 46,5% à 53,4%. La qualité d'ajustement peut être considérée comme satisfaisante. Le test de Durbin-Watson (D-W) nous montre l'absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreur de modèle (D-W tend vers 2). L'indice de conditionnement (I.C) est inférieur à 15 entre 2002 et 2004 et légèrement supérieur à ce seuil en 2005 ce qui permet de valider l'absence d'un problème sévère de multicolinéarité entre les variables explicatives pour l'ensemble des modèles spécifiés.

Les principaux résultats concernant les déterminants liés aux caractéristiques des CA sont les suivants : le conseil d'administration qu'il soit moniste (PDG), dualiste (conseil de surveillance et directoire) ou moniste avec la séparation des fonctions du président du conseil et de directeur général n'influence pas la rémunération du principal dirigeant sur l'ensemble de la période (H1 infirmée). Le signe des coefficients est négatif pour la forme moniste avec séparation et la forme dualiste lorsque la structure moniste est choisie comme référence. Dans le contexte français, ce résultat s'oppose à celui trouvé par Morin (1996) qui établit une relation positive entre la rémunération totale accordée au dirigeant et la structure moniste du conseil d'administration. La neutralité de la structure du conseil est également validée pour la composante fixe et variable de la rémunération du principal dirigeant.

Par ailleurs, le coefficient de régression pour la variable taille du CA est significatif sur la période de l'étude et varie entre 3,8% et 4,8%. Autrement dit, la nomination d'un administrateur de plus dans le conseil permet d'augmenter la rémunération annuelle hors stock-options (avec stock-options) du dirigeant de 4,52% (4,67%) en moyenne. Ce résultat confirme notre deuxième



hypothèse. Ce résultat n'est pas surprenant du fait que les statistiques descriptives montrent que la taille du conseil augmente avec la taille de l'entreprise qui à son tour influence le niveau de rémunération. Toutefois, l'influence de la taille du CA sur le bonus annuel et sur la rémunération fixe est instable sur la période de l'étude. En effet, la taille du CA est associée positivement à ces deux composantes en 2005 (5,9% et 3,3% respectivement) alors qu'elle est non significative en 2003. En ce qui concerne la composition du conseil, nos résultats montrent que le pourcentage des administrateurs indépendants est positivement associé à la rémunération totale des dirigeants (H3 validée). Lorsque ce taux augmente d'une unité, la rémunération totale des dirigeants progresse de 0,9% en moyenne. Dans cette situation, si la rémunération est liée à la performance de l'entreprise, nous pouvons affirmer que la présence des administrateurs indépendants est un mécanisme de gouvernance efficace. Enfin, le cumul des mandats par le dirigeant dans l'ensemble des sociétés du SBF 250 est significativement associé à la rémunération du dirigeant tout au long de la période de l'étude. Le coefficient moyen de cette variable s'élève à 22,3%.

Pour l'influence de la structure de propriété sur la rémunération des dirigeants, nous avons utilisé une variable dichotomique selon le critère dispersion/concentration du capital au seuil de 20%. Ainsi, nous identifions que le niveau de rémunération des dirigeants est plus élevé dans les sociétés à capital dispersé par rapport à celui des sociétés à capital concentré (H5 validée). Les signes des coefficients sont positifs et significatifs au seuil de 1% excepté en 2005. Ce résultat confirme la prédiction de la théorie de l'agence suivant laquelle la rémunération est un mécanisme d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires dans les sociétés dont le niveau de séparation entre les fonctions de contrôle et de management est élevé. Nous avons déployé trois nouvelles variables dichotomiques selon la nature de l'actionnaire de contrôle dans les sociétés à capital concentré : famille ou entrepreneur, une autre société et l'Etat. Les résultats des estimations montrent que la nature de l'actionnariat affecte de façon significative le niveau de la rémunération. Le signe des coefficients est négatif pour les entreprises contrôlées par une famille (ou un entrepreneur) et par l'Etat français lorsque la structure du capital dispersé est choisie comme référence. Toutefois, lorsque le capital est contrôlé par une autre société, le signe est négatif mais non significatif. Finalement nous ajoutons dans notre modèle une variable représentant le pourcentage du capital détenu par les investisseurs étrangers et français connus à la fin de chaque exercice fiscal. Puis deux autres variables pour scinder ce pourcentage total selon le caractère français/étrangers. Les résultats des régressions ne montrent aucun résultat significatif permettant d'affirmer une influence des investisseurs institutionnels sur le niveau des rémunérations.

En ce qui concerne la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise, les résultats des tests effectués n'ont pas permis de déterminer des liens significatifs avec la rémunération totale des dirigeants. Nous constatons une relation négative et significative entre la rémunération fixe et la performance relative sectorielle. Egalement la performance boursière mesurée par le ratio *Market to book value* n'est pas corrélée au niveau de la rémunération des dirigeants sur la période de l'étude. Notons que l'introduction de cette variable dans nos modèles ne permet pas d'améliorer leur capacité prédictive.

Concernant l'analyse de la rémunération selon les secteurs d'activités, nous avons choisi le secteur des « industries » comme référence. Les résultats montrent que la rémunération fixe est plus faible pour le secteur des « sociétés financières » en 2005 et 2004. Pour ce même secteur, la rémunération annuelle hors stock-options est également plus faible en 2004. Ce résultat est compatible avec l'idée suivant laquelle le recours aux rémunérations incitatives est plus répandu dans ce secteur d'activités. L'appartenance au secteur des « biens de consommation – distribution » en 2002 permet de percevoir une rémunération fixe plus importantes par rapport au secteur des « industries ». Les autres résultats des régressions montrent que l'effet du secteur d'activités n'affecte pas de façon significative la rémunération totale avec stock-options des dirigeants.

Par ailleurs, la taille de l'entreprise s'impose comme le déterminant principal du niveau de la rémunération des dirigeants. Les petites et moyennes capitalisations boursières proposent à leurs dirigeants des rémunérations annuelles nettement plus faibles par rapport aux très grandes entreprises. Ce résultat est également confirmé pour l'ensemble des composantes de la rémunération. Finalement, l'âge du dirigeant et le risque de l'entreprise ne sont pas significatifs.

## 5. CONCLUSION

Ce travail est consacré à l'étude des relations entre le niveau des composantes de la rémunération des dirigeants des entreprises cotées en France et les indicateurs de gouvernance et de la performance de l'entreprise. Nous avons formulé des hypothèses issues de la théorie de l'agence et des théories de gouvernance d'entreprise susceptibles d'expliquer et de prédire la rémunération managériale. Pour tester ces hypothèses, nous avons adopté une démarche méthodologique quantitative. Nos basons nos analyses sur un échantillon de 181 entreprises cotées au SBF 250 entre 2002 et 2005. L'étude montre que la taille du CA et le cumul des mandats par le principal dirigeant sont associés positivement au niveau de la rémunération managériale. Le pourcentage d'administrateurs indépendants est positivement lié à la rémunération des dirigeants. Leur

influence est positive et plus significative dans le modèle intégrant les stock-options. En l'absence de lien entre la performance et le niveau de rémunération, ce résultat remet en cause l'efficacité présumée des administrateurs indépendants quant au contrôle exercé sur le niveau de la rémunération des dirigeants. Par ailleurs, lorsque le capital est contrôlé par une famille ou par l'Etat français le niveau de la rémunération est nettement plus faible par rapport à celui des dirigeants des sociétés à capital dispersé ou contrôlé par une autre société.

Notre étude présente certaines limites, tout d'abord, il serait intéressant d'analyser les résultats de nos modèles sur l'ensemble des observations-années pour maximiser la taille de l'échantillon. Cette dernière demeure limitée lorsque nous effectuons des analyses année par année. Ensuite, les résultats mitigés concernant les déterminants liés à la performance de l'entreprise nous amènent à penser qu'il serait peut être souhaitable de revoir les mesures de performance retenues.

Ainsi, l'analyse de contenu des travaux des comités des rémunérations peut être une première piste de recherche pour mieux comprendre la politique des rémunérations des dirigeants. Enfin, il serait intéressant de reprendre nos analyses en pondérant le niveau de la rémunération par la capitalisation boursière pour contrôler l'effet taille.

## Annexe 1 : Matrices des corrélations en 2005

### A- Structure et nature de l'actionnariat

|              | % k<br>actionnaire<br>n°1 | % k<br>actionnaire<br>n°2 | % k<br>actionnaire<br>n°3 | Capital<br>dispersé | Contrôle<br>familial | Contrôle<br>par une<br>autre<br>société | % k II<br>connus |
|--------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|---|------------------|
| Log<br>RAHS0 | -0,356**<br>(0,00)        | -0,169*<br>(0,038)        | -0,221*<br>(0,010)        | 0,350**<br>(0,00)   | -0,337**<br>(0,00)   | NS                                      | NS               |
| Log<br>RAASO | -0,356**<br>(0,00)        | -0,189*<br>(0,20)         | -0,224*<br>(0,003)        | 0,371**<br>(0,00)   | -0,352**<br>(0,00)   | NS                                      | NS               |

**Corrélations partielles\***: variable de contrôle taille de l'entreprise (capitalisation boursière)

|              | % k<br>actionnaire<br>n°1 | % k<br>actionnaire<br>n°2 | % k<br>actionnaire<br>n°3 | Capital<br>dispersé | Contrôle<br>familial | Contrôle<br>par une<br>autre<br>société | % k II<br>connus |
|--------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|---|------------------|
| Log<br>RAHS0 | -0,227**<br>(0,005)       | NS<br>(-)                 | -0,152<br>(0,084)         | 0,250**<br>(0,002)  | -0,239**<br>(0,003)  | (+)<br>NS                               | (+)<br>NS        |
| Log<br>RAASO | -0,221**<br>(0,006)       | NS<br>(-)                 | -0,183*<br>(0,026)        | 0,274**<br>(0,001)  | -0,252**<br>(0,002)  | (+)<br>NS                               | (+)<br>NS        |

\* la corrélation partielle permet de mesurer le degré de liaison entre deux variables en neutralisant (en contrôlant) les effets d'une troisième variable.

NS : corrélation non significative

### B- Performance de l'entreprise

|              | Rendement des<br>actifs (ROA<br>absolu) | ROA relatif<br>(sectoriel) | Market to book<br>Value | Rendement<br>des capitaux<br>propres<br>(ROE) | Rendement des<br>capitaux<br>employés<br>(ROCE) |
|--------------|---|----------------------------|-------------------------|---|---|
| Log<br>RAHS0 | NS                                      | NS                         | NS                      | NS  | NS  |
| Log<br>RAASO | NS                                      | NS                         | NS                      | NS  | NS  |

NB : contrôlées par la taille de l'entreprise, les corrélations partielles de ces variables avec la rémunération des dirigeants avec ou sans les stock-options ne sont pas significatives.

### C- Caractéristiques du conseil d'administration

|              | Taille du conseil | % Admin. indépendants | Formes du conseil                                    | Cumul des<br>mandats |
|--------------|-------------------|-----------------------|--|----------------------|
| Log<br>RAHS0 | 0,509**<br>(0,00) | 0,394**<br>(0,00)     | PDG : (+), NS<br>PD : (-), NS<br>PCA et DG : (-), NS | 0,457**<br>(0,00)    |
| Log<br>RAASO | 0,514**<br>(0,00) | 0,423**<br>(0,00)     | PDG : (+), NS<br>PD : (-), NS<br>PCA et DG : (+), NS | 0,454**<br>(0,00)    |

### Corrélations partielles : variable de contrôle taille de l'entreprise

|           | Taille du conseil | % Admin. indépendants | Formes du conseil                                    | Cumul des mandats |
|-----------|-------------------|-----------------------|--|-------------------|
| Log RAHS0 | 0,290**<br>(0,00) | 0,317**<br>(0,00)     | PDG : (+), NS<br>PD : (-), NS<br>PCA et DG : (-), NS | 0,298**<br>(0,00) |
| Log RAASO | 0,282**<br>(0,00) | 0,355**<br>(0,00)     | PDG : (+), NS<br>PD : (-), NS<br>PCA et DG : (+), NS | 0,303**<br>(0,00) |

### D- Variables de contrôle

|           | Age | Secteurs d'activités<br>(1) | Risque (Ecart-Type<br>ROA t-3 à t-1) | Taille (Log<br>capitalisation<br>boursière<br>moyenne) |
|-----------|-----|-----------------------------|--------------------------------------|--|
| Log RAHS0 | NS  | NS                          | NS                                   | 0,560**<br>(0,00)                                      |
| Log RAASO | NS  | NS                          | NS                                   | 0,588**<br>(0,00)                                      |

\*, \*\* désignent une probabilité bilatérale inférieure à 1% et 5% respectivement.

(1) : Contrôlé par la taille de l'entreprise, nous identifions une relation positive et significative au seuil de 10% (p=0,069) entre la rémunération des dirigeants et le secteur d'activités « industries ».

## Annexe 2 : Résultats des régressions année par année

| <i>Variables</i>                    | <i>signes</i> | 2005          |                          | 2005          |                          | 2005          |                          | 2005          |                          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
|                                     |               | RF            |                          | RV            |                          | RAHSO         |                          | RAASO         |                          |
|                                     |               | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) |
| Constante                           | +/-           | 12,56         | 73,18<br>(0,000)***      | 11,17         | 33,01<br>(0,000)***      | 12,61         | 41,07<br>(0,000)***      | 13,41         | 19,46<br>(0,000)***      |
| Dispersion du capital               | +             | 0,224         | 2,31<br>(0,023)**        |               | ns                       |               | ns                       |               | ns                       |
| Taille conseil (TCA)                | +             | 0,033         | 2,99<br>(0,003)***       | 0,059         | 2,51<br>(0,014)**        | 0,047         | 3,02<br>(0,003)***       | 0,048         | 2,68<br>(0,008)***       |
| Cumul des mandats                   | +             | 0,136         | 3,26<br>(0,002)***       | 0,196         | 1,957<br>(0,054)*        | 0,174         | 2,94<br>(0,004)***       | 0,216         | 3,15<br>(0,002)***       |
| FCA <sup>(1)</sup>                  | -             |               | ns                       |               | ns                       |               | <u>ns</u>                |               | ns                       |
| PAI                                 | +/-           |               | ns                       | 0,009         | 1,707<br>(0,091)*        |               | ns                       | 0,011         | 3,29<br>(0,001)***       |
| Sociétés financières <sup>(3)</sup> |               | -0,307        | -2,019<br>(0,049)**      |               | ns                       |               | ns                       |               | ns                       |
| ROA relatif                         | +             | -0,101        | -2,287<br>(0,024)**      |               | ns                       |               | ns                       |               | ns                       |
| Petite taille <sup>(2)</sup>        |               | -0,671        | -5,24<br>(0,00)***       | -1,15         | -3,033<br>(0,003)***     | -0,727        | -3,780<br>(0,00)***      | -0,825        | -4,369<br>(0,00)***      |
| Taille moyenne                      |               | -0,326        | -2,58<br>(0,00)***       | -0,750        | -2,02<br>(0,046)**       | -0,381        | -1,93<br>(0,055)*        | -0,516        | -2,27<br>(0,024)**       |
| Grande taille                       |               |               | ns                       |               | ns                       |               | <u>ns</u>                |               | ns                       |
| Ratio MV/BV                         | -             |               | ns                       |               | ns                       |               | <u>ns</u>                |               | ns                       |
| Risque                              | +             |               | ns                       |               | ns                       |               | <u>ns</u>                |               | ns                       |
| Age du dirigeant                    | +             |               | ns                       |               | ns                       |               | <u>ns</u>                |               | ns                       |
| R2 Aj.                              |               |               | 52,7%                    |               | 31,5%                    |               | 54,3%                    |               | 48,5%                    |
| F.                                  |               |               | 18,38                    |               | 6,45                     |               | 9,68                     |               | 12,63                    |
| P.                                  |               |               | (0,000)                  |               | (0,000)                  |               | (0,000)                  |               | (0,000)                  |
| D-W                                 |               |               | 1,91                     |               | 1,94                     |               | 2,09                     |               | 1,91                     |
| I.C                                 |               |               | 10,40                    |               | 15,15                    |               | 15,02                    |               | 15,4                     |
| N                                   |               |               | 109                      |               | 95                       |               | 147                      |               | 148                      |

(1) : la variable de référence est la forme moniste du conseil

(2) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille

(3) : la variable de référence est le secteur des « industries »

\*\*\*, \*\*, \* désignent une probabilité critique inférieur à 1%, 5% et 10% respectivement.

|                                     |        | 2004   |            | 2004   |            | 2004   |            | 2004   |            |
|-------------------------------------|--------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|
|                                     |        | RF     |            | RV     |            | RAHSO  |            | RAASO  |            |
| Variables                           | signes | Coeff. | T          | Coeff. | T          | Coeff. | T          | Coeff. | T          |
|                                     |        | (P)    |            | (P)    |            | (P)    |            | (P)    |            |
| Constante                           | +/-    | 12,64  | 50,79      | 12,13  | 27,10      | 12,63  | 41,93      | 13,14  | 35,75      |
|                                     |        |        | (0,000)*** |        | (0,000)*** |        | (0,000)*** |        | (0,000)*** |
| Dispersion du capital               | +      | 0,385  | 3,18       |        | ns         | 0,340  | 2,51       | 0,513  | 2,901      |
|                                     |        |        | (0,002)*** |        |            |        | (0,013)**  |        | (0,004)*** |
| TCA                                 | +      | 0,026  | 2,15       |        | ns         | 0,048  | 3,53       | 0,04   | 2,23       |
|                                     |        |        | (0,033)**  |        |            |        | (0,001)*** |        | (0,027)**  |
| CMA                                 | +      | 0,16   | 3,33       | 0,181  | 2,09       | 0,169  | 2,82       | 0,207  | 2,63       |
|                                     |        |        | (0,001)*** |        | (0,038)**  |        | (0,005)*** |        | (0,009)*** |
| FCA <sup>(1)</sup>                  | -      |        | ns         |        | ns         |        | ns         |        | <u>ns</u>  |
| PAI                                 | +/-    |        | ns         | 0,008  | 1,93       | 0,006  | 1,82       | 0,007  | 2,01       |
|                                     |        |        |            |        | (0,056)*   |        | (0,071)*   |        | (0,046)**  |
| Sociétés financières <sup>(3)</sup> |        | -0,308 | -1,93      |        | ns         | -,368  | -1,910     |        | ns         |
|                                     |        |        | (0,055)*   |        |            |        | (0,058)*   |        |            |
| ROA relatif                         | +      | -0,106 | -2,88      |        | ns         |        | ns         |        | ns         |
|                                     |        |        | (0,005)*** |        |            |        |            |        |            |
| Petite taille <sup>(2)</sup>        |        | -0,608 | -3,76      | -1,227 | -4,06      | -0,706 | -3,78      | -0,982 | -4,10      |
|                                     |        |        | (0,00)***  |        | (0,00)***  |        | (0,00)***  |        | (0,00)***  |
| Taille moyenne                      |        | -0,462 | -2,88      | -0,97  | -3,31      | -0,519 | -2,75      | -0,824 | -3,36      |
|                                     |        |        | (0,005)*** |        | (0,001)*** |        | (0,007)*** |        | (0,001)*** |
| Grande taille                       |        |        | ns         | -0,52  | -2,09      |        | ns         |        | ns         |
|                                     |        |        |            |        | (0,039)**  |        |            |        |            |
| Ratio MV/BV                         |        |        | ns         |        | ns         |        | ns         |        | <u>ns</u>  |
| Risque                              | +      |        | ns         |        | ns         |        | ns         |        | <u>ns</u>  |
| Age du dirigeant                    | +      |        | ns         |        | ns         |        | ns         |        | <u>ns</u>  |
| R2 Aj.                              |        |        | 47%        |        | 40,2%      |        | 47,6%      |        | 46,9%      |
| F.                                  |        |        | 10,38      |        | 10,48      |        | 14,55      |        | 12,90      |
| P.                                  |        |        | (0,000)    |        | (0,000)    |        | (0,000)    |        | (0,000)    |
| D-W                                 |        |        | 2,18       |        | 2,14       |        | 2,00       |        | 1,943      |
| IC                                  |        |        | 14,40      |        | 13,15      |        | 14,99      |        | 14,10      |
| N                                   |        |        | 127        |        | 113        |        | 149        |        | 162        |

(4) : la variable de référence est la forme moniste du conseil

(5) : la variable de référence est les entreprises de très grande taille

(6) : la variable de référence est le secteur des « industries »

\*\*\*, \*\*, \* désignent une probabilité critique inférieur à 1%, 5% et 10% respectivement.

| Variables                           | signes | 2003   |                      | 2003   |                     | 2003   |                     | 2003   |                     |
|-------------------------------------|--------|--------|----------------------|--------|---------------------|--------|---------------------|--------|---------------------|
|                                     |        | RF     |                      | RV     |                     | RAHSO  |                     | RAASO  |                     |
|                                     |        | Coeff. | T<br>(P)             | Coeff. | T<br>(P)            | Coeff. | T<br>(P)            | Coeff. | T<br>(P)            |
| Constante                           | +/-    | 12,65  | 100,97<br>(0,000)*** | 12,20  | 23,10<br>(0,000)*** | 12,57  | 43,34<br>(0,000)*** | 12,78  | 39<br>(0,00)***     |
| Dispersion du capital               | +      | 0,296  | 2,59<br>(0,011)**    |        | ns                  | 0,240  | 1,772<br>(0,079)*   | 0,325  | 1,81<br>(0,072)*    |
| TCA                                 | +      |        | <u>ns</u>            |        | <u>ns</u>           | 0,038  | 2,811<br>(0,006)*** | 0,052  | 2,97<br>(0,004)***  |
| CMA                                 | +      | 0,2    | 4,27<br>(0,001)***   |        | <u>ns</u>           | 0,188  | 3,11<br>(0,002)***  | 0,279  | 3,45<br>(0,001)***  |
| FCA <sup>(1)</sup>                  | -      |        | <u>ns</u>            |        | ns                  |        | ns                  |        | <u>ns</u>           |
| PAI                                 | +/-    |        | <u>ns</u>            | 0,008  | 2,02<br>(0,046)***  |        | ns                  | 0,008  | 2,31<br>(0,022)**   |
| Sociétés financières <sup>(3)</sup> |        |        | <u>ns</u>            |        | <u>ns</u>           |        | ns                  |        | <u>ns</u>           |
| ROA relatif                         | +      | -0,073 | -3,54<br>(0,001)***  |        | <u>ns</u>           | -0,059 | -2,47<br>(0,015)**  |        | <u>ns</u>           |
| Petite taille <sup>(2)</sup>        |        | -0,685 | -5,15<br>(0,00)***   | -1,219 | -3,52<br>(0,001)*** | -0,932 | -5,09<br>(0,00)***  | -1,215 | -5,05<br>(0,00)***  |
| Taille moyenne                      |        | -0,481 | -2,47<br>(0,001)***  | -1,218 | -3,38<br>(0,001)*** | -0,697 | -3,79<br>(0,007)*** | -0,926 | -3,79<br>(0,001)*** |
| Grande taille                       |        |        | <u>ns</u>            | -1,005 | -3,50<br>(0,001)**  | -,394  | -2,35<br>(0,020)**  | -0,535 | -2,41<br>(0,017)**  |
| Ratio MV/BV                         |        |        | <u>ns</u>            |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Risque                              | +      |        | <u>ns</u>            |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Age du dirigeant                    | +      |        | <u>ns</u>            |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| R2 Aj.                              |        |        | 51,9                 |        | 40,7%               |        | 51,3%               |        | 53,4%               |
| F.                                  |        |        | 23,89                |        | 8,38                |        | 16,67               |        | 12,90               |
| P.                                  |        |        | (0,000)              |        | (0,000)             |        | (0,000)             |        | (0,000)             |
| D-W                                 |        |        | 2,01                 |        | 1,63                |        | 2,38                |        | 2,3                 |
| IC                                  |        |        | 5,12                 |        | 12,2                |        | 11,58               |        | 11,27               |
| N                                   |        |        | 106                  |        | 86                  |        | 145                 |        | 147                 |



|   |               | 2002          |                          | 2002          |                          |
|---|---------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
|   |               | RAHSO         |                          | RAASO         |                          |
| <i>Variables</i>                        | <i>signes</i> | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) | <i>Coeff.</i> | <i>T</i><br>( <i>P</i> ) |
| Constante                               | +/-           | 12,16         | 32,42<br>(0,000)***      | 12,32         | 32,34<br>(0,00)***       |
| Dispersion du capital                   | +             | 0,343         | 1,76<br>(0,081)*         | 0,711         | 1,81<br>(0,001)***       |
| TCA                                     | +             | 0,048         | 2,43<br>(0,017)**        | 0,047         | 2,34<br>(0,021)**        |
| CMA                                     | +             | 0,154         | 1,97<br>(0,051)*         | 0,19          | 2,16<br>(0,033)**        |
| FCA <sup>(1)</sup>                      | -             |               | <u>ns</u>                |               | <u>ns</u>                |
| PAI                                     | +/-           | 0,008         | 2,24<br>(0,027)**        | 0,013         | 3,38<br>(0,001)***       |
| Biens de consommation<br>- Distribution |               | 0,586         | 2,31<br>(0,023)**        |               | <u>ns</u>                |
| ROA relatif                             | +             |               | <u>ns</u>                |               | <u>ns</u>                |
| Petite taille <sup>(2)</sup>            |               | -0,664        | -2,56<br>(0,012)**       | -0,641        | -2,20<br>(0,00)***       |
| Taille moyenne                          |               |               | ns                       | -0,620        | -2,12<br>(0,001)***      |
| Grande taille                           |               |               | ns                       |               | ns                       |
| Ratio MV/BV                             | +/-           |               | <u>ns</u>                |               | <u>ns</u>                |
| Risque                                  | +             |               | <u>ns</u>                |               | <u>ns</u>                |
| Age du dirigeant                        | +             |               | <u>ns</u>                |               | <u>ns</u>                |
| R2 Aj.                                  |               |               | 43,8%                    |               | 53,1%                    |
| F.                                      |               |               | 8,35                     |               | 17,63                    |
| P.                                      |               |               | (0,000)                  |               | (0,000)                  |
| D-W                                     |               |               | 1,91                     |               | 2,3                      |
| IC                                      |               |               | 13,31                    |               | 11,27                    |
| N                                       |               |               | 104                      |               | 104                      |

## Modèle de régression avec la variable nature de contrôle de l'actionnariat

| Variables  | 2005   |                     | 2005   |                     |
|--|--------|---------------------|--------|---------------------|
|  | RAHSO  |                     | RAASO  |                     |
|  | Coeff. | T<br>(P)            | Coeff. | T<br>(P)            |
| Constante  | 12,61  | 41,07<br>(0,000)*** | 12,81  | 43,49<br>(0,000)*** |
| Contrôle <sup>(1)</sup><br>familial (ou<br>entrepreneur) | -0,297 | -1,77<br>(0,077)*   | -0,368 | -1,97<br>(0,051)*   |
| Contrôle par<br>une autre<br>société                     |        | ns                  |        | ns                  |
| Contrôle par<br>l'Etat                                   | -0,471 | -1,85<br>(0,067)*   | - ,598 | -2,04<br>(0,042)**  |
| TCA  | 0,041  | 2,92<br>(0,004)***  | 0,047  | 2,89<br>(0,004)***  |
| CMA  | 0,174  | 2,94<br>(0,004)***  | 0,223  | 3,48<br>(0,001)***  |
| FCA <sup>(1)</sup>                                       |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| PAI  | 0,008  | 2,76<br>(0,007)***  | 0,010  | 3,17<br>(0,002)***  |
| SECTEUR  |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| ROA relatif  |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Petite taille <sup>(2)</sup>                             | -0,618 | -4,17<br>(0,00)***  | -0,725 | -4,28<br>(0,00)***  |
| Taille<br>moyenne  | -0,277 | -1,8<br>(0,074)*    | -0,422 | -2,42<br>(0,001)*** |
| Grande taille  |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Ratio<br>MV/BV   | -      | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Risque   |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| Age du<br>dirigeant                                      |        | <u>ns</u>           |        | <u>ns</u>           |
| R2 Aj.   |        | 46,6%               |        | 49,9%               |
| F.   |        | 17,45               |        | 19,91               |
| P.   |        | (0,000)             |        | (0,000)             |
| D-W  |        | 1,68                |        | 1,69                |
| I.C  |        | 11,90               |        | 11,9                |
| N  |        | 151                 |        | 152                 |

(1) : la variable de référence est les sociétés à capital dispersé

#### IV. BIBLIOGRAPHIE

- ARROW K. (1965)**, « Principals and Agents: the structure of American business », Boston, Harvard Business School press.
- BAGLIA B., CHARLES MOYER R. et RAMESH S.R. (1996)**, « CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? », *Strategic Management Journal*, pp. 41-53.
- BATCH L. (2005)**, « La commandite ou la préhistoire de la gouvernance d'entreprise », *Alternatives économiques*, n°240, Octobre 2005, p. 71.
- BAUER M. et BERTIN-MOUROT B (1995)**, « L'accès au sommet des grandes entreprises françaises 1985-1994 », CNRS – Boyden.
- BLACK F. et SCHOLES M. (1973)**, « The pricing of options and corporate liabilities », *Journal of Political Economy*, vol. 81, pp. 637.
- BOUTON D. (2002)**, « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, dit Rapport Bouton », MEDEF – AFEP, p. 9.
- BOYD M. (1994)**, « A case for incentives », *Incentive*, vol. 168, pp. 15-16.
- BRICKLEY J., COLES J. et TERRY R. (1994)**, « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics*, 35, juin, pp.371-390.
- CHARREAUX G. et PITOL-BELIN J-P. (1990)**, « Le conseil d'administration », Vuibert Gestion
- CHARREAUX G. (1991)**, « *Structures de propriété, relation d'agence et performance financière* », *Revue Economique*, n° 3, pp. 521-532.
- CHARREAUX G. (1996)**, « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et de la gouvernance des entreprises », *revue française de gestion*, n° spécial 111, novembre décembre, pp. 50-64.
- CHARREAUX G. (2000)**, « *Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance* », *La Revue du Financier*, n° 127, pp. 6-15.
- CHARREAUX G. (2002)**, « Quelle théorie pour la gouvernance : de la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive », *Encyclopédie des ressources humaines, Economica*, 2002, p.7-9.
- CHARREAUX G. (2002a)**, « Variation sur le thème "A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise" », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.

**CONAC P.H (2001)**, « La dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général des sociétés anonymes par le projet de loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), » Disponible sur :

[http://panjuris.univ-paris1.fr/pages/er20010123conac\\_mono.htm](http://panjuris.univ-paris1.fr/pages/er20010123conac_mono.htm).

**CONYON M.J et LEECH D. (1994)**, « Top pay, company performance and corporate governance », Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol. 56, pp. 229-247.

**CONYON M.J. et S. I. PECK (1998)**, « Board Control, Remuneration and top Management Compensation », Academy of Management Journal, 41: 2, pp.146-157.

**CORE J., HOLTHAUSEN R. et LARCKER D. (1999)**, « Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance », Journal of Financial Economics, vol. 51, pp. 371-406.

**CRYSTAL G. (1991)**, « Why CEO compensation is so high », California Management Review, vol. 34, pp. 9-30.

**FACCIO M. et LANG L.H.P. (2002)**, « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », Journal of Financial Economics, Vol. 65, n°3, pp. 365-395.

**FAMA E. (1980)**, « Agency problems and the Theory of the firm », Journal of Political Economy, 88: 2, pp. 288-306.

**GALLAGHER D.R, SMITH G. et SWAN P. (2005)**, « Do Institutional Investors Really Monitor Executive Compensation? ».

**GODARD L. et SCHATT A. (2000)**, « Faut-il séparer les fonctions de décision et de contrôle ? », papier de recherche présenté aux Journées internationales de l'AFFI, ESC Paris, juin.

**HALL B. et LIEBMAN J. (1998)**, « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? », The *Quarterly Journal of Economics* 113 (3), pp. 653-651.

**HALLOCK K.F. (1997)**, « Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3),

**HARTZELL J.C. et STARKS, L.T. (2002)**, « Institutional Investors and Executive Compensation », AFA 2003 Washington, DC Meetings.

**HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S. (1988)**, « The determinants of board composition », Rand Journal of Economics, 19, pp. 589-606.

**HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S. (1991)**, « The effects of board composition and direct incentives on firm performance », Financial Management, pp.101-112

**HERMALIN B.E. et WEISBACH M.S. (1998)**, « Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO », *American Economic Review*, 88, pp. 96-118.

- HO S.S. et WONG K.S. (2001)**, « A study of the relationship between Corporate Governance structures and the extent of voluntary disclosure », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, pp.139-15.
- JENSEN M.C. et ZIMMERMAN J.L. (1985)**, « Management Compensation and the Managerial Labor Market », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, n° 1-3, pp. 3-9.
- JENSEN M.C. (1993)**, « The modern industrial revolution, exit and corporate performance », *Journal of Financial Economics*, n°27, pp.389-410.
- JENSEN M. et MURPHY K. (2004)**, « Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problem, and how to fix them », Finance working Paper N°. 44, ECGI.
- LAMBERT R., LARCKER D. et WEIGELT K. (1993)**, « The structure of organisational incentives », *Administrative Sciences Quaterly*, vol. 38, pp. 438-461.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (1999)**, « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, Vol. 54, n°2, pp. 471-517.
- LI J. (1994)**, « Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country test of Agency predictions », *Managerial and Decision Economics*, 15: 4, pp. 359-368.
- MAK Y.T. et LI Y. (2001)**, « Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: evidence from Singapore », *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 235-256.
- MISHRA C.S. et NIELSEN J.F. (2000)**, « Board independence and compensation policies in large bank holding companies », *Financial Management*, p.51-70.
- MORIN F. (1996)**, « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue économique*, n°6, novembre, pp. 1253-1268.
- MORIN F. (1998)**, « La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux », *Revue d'Economie Financière* n° 50, p. 111-132.
- MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1988)**, « Management ownership and market valuation : An empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, pp. 293-315.
- PI S. et TIMME S.G. (1993)**, « Corporate control and Bank efficiency », *Journal of Banking and Finance*, 17, pp. 515 – 530.
- ROE M.J. (2000)**, « Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control », *Stanford Law Review*, Vol 53.
- VIENOT M. (1995)**, « Le conseil d'administration des sociétés cotées, dit Rapport Viénot I ». AFEP – CNPF.
- VIENOT M. (1999)**, « Rapport du comité pour le gouvernement des entreprises, dit Rapport Viénot II », AFEP – MEDEF.

**YERMACK D. (1996),** « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics* 40, pp. 185-211.

---

<sup>1</sup> “This low correlation is not surprising since the forces determining optimal changes in executive compensation are many and complex”.

<sup>2</sup> Article 22 alinéa 1 de la loi du 24 juillet 1867 : " Les sociétés anonymes sont administrées par un ou plusieurs mandataires à temps, révocables, salariés ou gratuits, pris parmi les associés... ".

<sup>3</sup> Le terme d'administrateur délégué mettait en valeur le fait que ce dernier ne tirait ses pouvoirs que d'une délégation de pouvoirs accordée par le conseil d'administration.

<sup>4</sup> “The inside directors provide valuable information about the firm’s activities, while outside directors may contribute both expertise and objectivity in valuating manager’s decisions”.

<sup>5</sup> Nous n’avons pas pu obtenir l’information portant sur les droits de vote associés aux pourcentages détenus du capital social pour étudier l’influence des investisseurs institutionnels sur la rémunération des dirigeants. De plus, l’information portant sur les pourcentages de participation au capital n’est pas disponible pour l’ensemble des entreprises de l’échantillon sur la période de l’étude. En effet, le pourcentage des II peut être intégré dans la part du capital détenu par le «Public » c'est-à-dire les actionnaires individuels et institutionnels non identifiés nominativement.

<sup>6</sup> Nous avons rencontré des difficultés à collecter manuellement l’ensemble des informations nécessaires à cette étude. L’information sur les rémunérations des dirigeants diffère d’une entreprise à l’autre. Certaines entreprises publient uniquement la rémunération totale sans distinguer la partie fixe de la partie variable, d’autres ne communiquent aucune information à ce sujet comme (comme Camaïeu en 2005).

<sup>7</sup> L’usage de la fonction logarithmique est recommandé pour tenter de symétriser la distribution des rémunérations des dirigeants. Elle est également opérée pour atténuer l’effet des grandes tailles. Dans ce travail, la taille de l’entreprise est appréciée par le logarithme de la capitalisation boursière.